国债期货涅槃更待何时

□本报记者 王朱莹

在资本市场中，每一只股票、每一个期货合约都是一个战场，交易双方短兵相接、近身肉搏，有人在战争中崛起，有人在战争中倒下，刀光剑影中上演了一幕幕故事。但是，从来没有一场资本战争像327国债期货事件这样浩大而惊心动魄。

这场资本战役对于资本市场构建者的刺激是沉重的，国债期货运行不足3年便被迫暂停，此后十数年再未提及，直到2012年国债期货仿真交易重启。18年后的今日，无论是法律环境、风控能力、国债现货规模都已今非昔比，国债期货涅槃，重生更待何时？

昔时人已没 今日水犹寒

1992年底，国债期货承载着第一代资本市场构建者的美好梦想在制度蛮荒中起航。然而，在群雄逐鹿、规则混沌的错误导航下，国债期货的巨轮航行不到3年便连续触上冰山。

327国债期货事件，在许多老一辈股民的记忆中，那是一场硝烟弥漫的资本战役：一边厢哀鸿遍野、血流成河，一边厢功成名就、富豪丛生。

1995年2月23日，327国债期货事件的爆发日，注定要被无数早期资本弄潮者牢记。这一天，是一条命运分水岭，跨过这一条分水岭，富豪变平民，平民变富豪。这一天，有人向死而生，有人向生而死；富贵散若浮云不外如是，一夜发迹不外如是，命运之戏剧性亦不外如是。

“327国债期货事件，我见证了一批人的崛起，见证了一批人的毁灭，见证了他们从天堂到地狱、从地狱到天堂的戏剧性转变。”亲历过327国债期货事件的资深投资人士王先生在中国证券报的一次交流会上感慨道。

1995年2月23日16时22分13秒，空头主力在临近收盘的最后8分钟内砸出巨量卖单，使当日开仓的多头全线爆仓，无论是资本大佬还是中小散户，做多者无一幸免。王先生的一位朋友正是惨遭爆仓的多头之一，他倾尽自身所有，再加上辗转从亲戚朋友处借来的资金，总共筹得10万元，悉数入市建立多头头寸，不料却遭遇空方的疯狂狙击。这次爆仓，意味着他将倾家荡产，债台高筑。

“我看到他的时候，脸色苍白得跟纸一样，一点血色都没有。回到家，坐在沙发上就一个劲抽烟。”王先生在记者面前比划了一个圆月大小的烟灰缸，“这么大一烟灰缸，烟蒂堆得满满的，旁边也落得到处都是，就差愁白了头发。”

这一天，类似王先生朋友这样命运的多头不在少数，不少人甚至心脏病发入院抢救。但是，风云斗转，故事在结尾时来了一个惊天大逆转：当天夜里11时左右，上交所宣布最后八分钟的交易无效，各会员之间实行协议平仓。在地狱边缘走了一遭的多头，重回天堂，而空方则从光耀的云端瞬间跌至阴暗的谷底。

“那次事件其实是财政系和金融系的决战，死多的都发财了，死空的都亏惨了。”王先生说。

王先生口中的财政系指的是以中经开为主力的多头，中经开是财政部旗下唯一的信托公司，全称为中国经济开发信托投资公司；金融系是以上海万国证券和辽国发为代表的空方，上海万国证券是当时中国最具实力的券商，代表民间资本的辽国发（辽宁国发集团）与之联盟，但于最后时刻倒戈，由空翻多。

“327事件”后，监管层下令整顿国债期货市场以使其规范运行，并将原有的十多个交易场所收缩至沪、深、汉、京四大市场。同时，各交易所采取了提高保证金比例、设置涨跌停板等措施，试图给国债期货的投机气焰降温，但收效甚微。1995年5月10日，国债期货市场上再度酿造恶意违规的“319”风波；7日后，监管层作出暂停国债期货交易试点的决定。至此，中国首个金融期货品种昙花一现后宣告夭折。

“327事件”给制度设计者的刺激是显而易见的，此后十来年，管理层再未提及国债期货。2012年2月13日，国债期货仿真交易启动，国债期货这才再度提上日程。2013年，国债期货有望重启的声音更是萦绕资本市场。

“我们预计国债期货将在年中正式推出。”某业内人士推测。也有市场人士认为，推出时间或在相关重要会议之后不久。

时移世易 凤凰涅槃

18年过去，时移世易，我国国债现货规模大幅增加、投资者机构大异前时、法律体系日臻完善、监管体系及风控管理日益完备，为国债期货的再次推出和顺利运行奠定了坚实的环境基础，酝酿恶意违规事件的土壤不复存在，国债期货推出时机已然成熟。

从经济环境看，中融汇信期货金融衍生品分析师何卓乔指出，327国债期货事件发生的时候，我国刚刚度过一轮经济热潮的高点，实际通胀(22.4%)与民众的通胀预期均处高位，这也引发当年多空双方对于债券是否贴息的分歧。现在我国经济处于补库引起的小幅回暖阶段，实际通胀较低，债券价格变动平缓，有利于国债期货的顺利推出。

从我国国债现货规模看，何卓乔认为，327国债期货事件发生时，“327”国债期货对应的现货只有246.79亿元，即便是采用混合交收的方式，当时可供交割国债的实际流通量不过650亿元，而且整个国债存量也不过1020亿元，市场屡次出现持仓总量超过了国债的实际发行量的情况。现在我国国债存量达到7.8万亿，而且由于国债期货采取标准券规则，可交割债券总量在1万亿以上，这就大大降低了逼仓的可能性。

从投资者结构看，当前的情况也与90年代迥然不同。何卓乔指出，90年代初，我国的证券期货市场刚刚起步，市场上罕见机构投资者，大户以及资本大佬成为国债期货市场主力军，加剧了国债期货市场的投机风险。目前，包括公募基金、保险资金、QFII、券商自营等机构投资者已经发展壮大，这些机构拥有强大的研发能力，并在金融市场上发挥中流砥柱的作用。从股市行情走势也可以看出，2005年以前的股市走势与国家经济发展基本脱节，但从2006年开始，股市走势与GDP、工业增加值等数据高度相关，说明投资者结构已经发生很大变化，价值投资渐成市场主流。

从法制环境看，当时的国债期货市场法制不健全、风险监管体系也不够完善。当时，我国资本市场处于草创时期，配套的法律制度并未完善，《证券法》尚未出台；国债期货的交易制度方面也存在许多缺陷，未能确立或有效执行涨跌停板制度、保证金制度、逐日逐笔清算制度、持仓限额制度以及强制平仓制度等，导致了交易秩序紊乱，违规操作、内幕消息频出，人治重于法治。相较彼时，法律体系、监管体系及风控管理已初步成形，并不断完善，从根源上堵塞了违法、违规操作的渠道。

此外，国债期货仿真交易一年来运行平稳，也表明国债期货推出时机已然成熟。何卓乔指出，国债期货仿真交易的先行开启以来，期货会员共计178家参与，包括十几家银行，目前仿真交易客户达到1万多家，日成交数据约4–5万手，持仓量稳定在10万手左右。技术表现较合理，性能较稳定，特别是2013年以来，仿真交易渐趋理性，为国债期货的顺利推出奠定了基础。

大商所严查对敲违规行为

提示投资者注意账户资金安全

□本报记者 胡东林

记者日前从大连商品交易所获悉，去年全年大商所共查处对敲转移资金案件45起，帮助客户挽回经济损失共计30余万元，今年来又查处数起此类案件，大商所提醒投资者注意保障账户资金安全。

大商所监察部有关负责人表示，对敲转移资金是期货市场比较典型的违规行为，近几年，随着市场的日趋活跃，通过对敲交易转移他人账户资金的行为逐渐增多。这类案件资金转移快、作案手法隐蔽、转移资金金额日趋增大，个别案件团伙作案迹象明显。防范对敲转移资金也一直是大商所对违规行为查处的重点，近年来大商所根据日常违规行为查处经验，制定了立案查处等相应标准，对发现的违规案件进行了查处，有效保障了客户的资金安全。

据介绍，易发生转移资金案件的情况主要有两类，一是委托账户：不少人以代客理财的形式，将账户委托给他人操作，在受托人不知情的情况下，他人通过对敲转移委托人账户资金。这在对敲转移资金案件中比较常见。二是网络诈骗：有个别人或团伙利用网络聊天室、聊天群、财经论坛等，炫耀自己的业绩吸引投资者代其交易。当这些人掌握投资者账户密码后便通过期货市场对敲转移他人账户资金。

针对以上情况，大商所监察部相关负责人建议，投资者应妥善保管账户信息，在交易过程中应该提高网络安全防范意识与自我保护意识，以防上当受骗。2012年，大商所在规则修订过程中，增加了客户应妥善管理账户防范账户被他人利用实施违规行为的要求，目的即在于督促客户妥善保管账户。

此外，由于对敲转移他人账户资金主要是通过平仓盈利实现的，会员单位可以通过加强对客户出金环节的管理，以避免受损客户资金被非法转移、有效预防对敲转移资金案件发生。这位负责人建议，会员单位应加强客户出入金管理，如设定客户出金门槛，限制客户当日平仓盈利出金，预防对敲转移资金案件的发生，保障客户资金安全；对诚信状况好、确有实时出金需求的客户可允许出金以提高客户资金使用效率。

这位负责人表示，2013年大商所将继续以“零容忍”的态度，加大对包括对敲转移资金等行为在内的违规行为的查处力度，从严对敲、影响市场价格、谣言等违规行为的查处，做好案件的排查和移送工作，切实保护投资者的利益，保障期货市场的平稳健康发展。

■ 海通期货每周视角

豆粕追高需谨慎

□叶云开

在南美新作供应受阻、美豆陈作消费旺盛的背景下，预计豆粕价格的坚挺将维持至3月初。不过，由于新作供应乐观等影响，美豆价格在1500美分以上的空间十分有限，因此豆粕追高仍需谨慎。

陈作需求旺盛 新作供应乐观

美豆陈作消费超乎市场预期，本年度累计检验量近11亿蒲式耳，相比去年同期仅8亿蒲式耳。大豆压榨利润持续上升，预计农业部将继续上调压榨量预估值，1月压榨量高于12月，并且一季度将保持在较高水平，3月美豆的库存将为近年新低。

另一方面，美国农业部（USDA）预计全球2012至2013年度油籽总产量为4.6亿吨，相比上月上调110万吨，其中全球大豆产量2.7亿吨，巴西产量上调与阿根廷产量下调抵消，南美总体产量维持稳定。从美豆供应紧俏的基本面上看，一季度价格向下空间较为有限，但考虑到后期南美方面的供应将不断增加，加上目前价格处于相对历史高位，后市存在调整的风险。USDA2013年展望显示美豆播种面积达7750万英亩，高于市场预估，亩产有望恢复至44蒲以上，产量为34亿蒲，价格预期同样有所下调。

运输与天气 影响南美出口预期

巴西产量将较去年有大幅上升，预计南美产量不会较前期有太大缩减。收割进度方面，巴西主产区收割近半，全国整体进度达28%，略高于去年同期的24%，目前港口能否顺利装运作物则更为重要。若巴西港口待运船只数量持续增加以及工人不时罢工，近月合约受供应短缺恐慌将维持强势，与远月价差有望继续扩大。

阿根廷产区天气变化较大，这将影响大豆单产水平，丰产预期有所消退。从天气变化来看，未来产区还将遭受炎热天气的侵袭，并且降雨较为零散，不过整体种植形势还未出现极度恶劣的局面，对于大豆生长的影响仍需进一步确认。布宜诺斯艾利斯谷物交易所预测阿根廷大豆产量为5000万吨，机构普遍预期产量在5200–5400万吨，这将提振总出口量达1300万吨，对豆类商品供应提供保障。

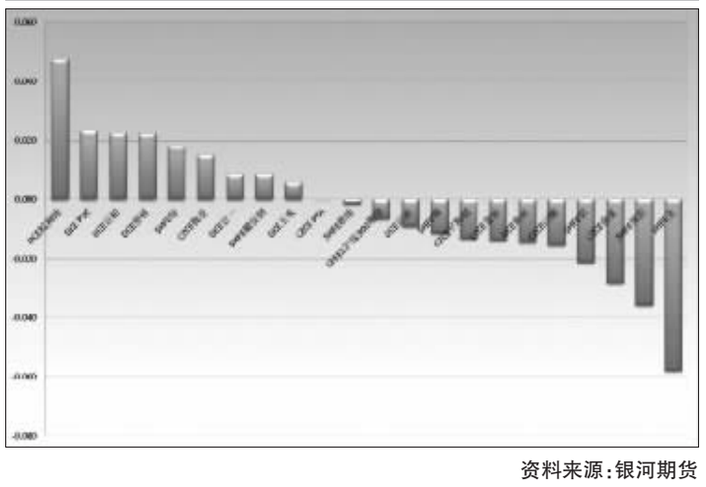
库存下降 现货强势

中国采购大豆积极性增加，未来两周可能再度大量寻求进口，期初库存有所增加，不过全年进口量仍将超过6000万吨。国内大豆港口库存明显回落，跌至480万吨左右，预计3月库存还将有小幅下降，二季度进口增加有望使库存止跌回升。

国内豆粕现货价格持续上涨，目前油厂报价在4000元/吨以上，不少地区超过4100元/吨，油厂挺价意愿强，上调节奏较快，压榨利润偏低将使现货价格保持坚挺。节前禽畜集中出栏后，饲料需求略有下降，但整体存栏量偏高，供需存在缺口，若饲料价格持续走高将影响养殖利润，抑制消费需求。目前终端需求没有出现明显下降，但我们认为后期消费将逐步减少，价格也将有所松动。

广发期货 GF FUTURES
隆重推出 Beta 动量对冲、禧利宝 等程序化交易产品
满足多样化投资需求
助您顺畅投资期货
联系部门：广发期货投资咨询部
联系电话：020—38456848
公司网址：www.gfqh.com.cn

国内商品近一个月涨跌幅（%）



资料来源：银河期货

■ 品种扫描

棉花 重心上移

上周郑棉反弹后回落，但重心有所上移。传3月将抛储新棉到7月底，总量450万吨，底价19000元/吨。由于数量较大，预期抛储期间国内现货难以抬头，但大跌可能性也较小，因为9月将启动新年度收储，收储价格不会低于本年度。（高桂英）

橡胶 大幅下挫

上周沪胶主力1309合约大幅下挫，周中一度破位26000重要支撑。进入3月后国内陆续开割，新胶逐步上市，供应压力回归市场。预计在26000一线或有反复。（邹志林）

螺纹钢 下寻支撑

上周螺纹钢期价大幅下跌。前期宏观好转及铁路投资增加的利好消息在节前得到消化，节后利空占据市场主导，因此螺纹钢已经迈入弱势。不过鉴于商家对下游需求恢复乐观，因此短期内期价下方或有支撑。（邹志林）

白糖 触底反弹

上周郑糖开启触底反弹之路。国家第二批150万吨国产糖收储政策等待出台时机（定向收储国产品牌糖并非进口加工糖、轮库被暂停）、持续干旱天气对产量预估调减结合郑糖当前处于现货成本价区间相对低价等三大潜在利多共振，糖市或将迎来一波持续性反弹。（高桂英）

铜 大幅下跌

上周铜价大幅下跌。LME铜库存继续大幅上升，国内铜市现货贴水，市场供应宽松。考虑到铜价下跌幅度过大，短期有调整的可能。（邹志林）

玻璃 高位下行

上周玻璃高位下行。现货市场表现良好，节后南方地区上涨比较明显，普遍幅度在40–60元。从期限价差来看，玻璃期价目前属于回归合理，新一轮房地产调控政策的实质性影响仍需观察。（高桂英）

锌 波动剧烈

上周锌价波动剧烈，但整体呈现下行走势。国内需求以及美国货币政策依然令投资者担忧。关注节后下游市场复苏状况。（邹志林）

国际金价两周跌逾5%

大宗商品能否HOLD住

□本报记者 官平

快速下跌令市场担忧，商品在浓厚的看空氛围中能否HOLD住？上周（2月18日至22日），纽约商品交易所黄金期货交投最活跃的4月合约价格累计跌幅达2.28%，连续两周下跌逾5%。分析人士称，美联储部分官员意图缩减或退出量化宽松（QE），市场为此遭受抛压，两周来包括黄金在内大宗商品颓势未见改变。

上周，国际油价跌逾3%。国内商品期市亦受拖累，大连焦炭期货主力1309合约价格周跌幅超9%，沪银、橡胶、螺纹钢周跌逾5%，郑州玻璃期货周跌亦近5%，仅有豆粕、菜粕等少数农产品逆市上涨。

国际货币分化渐显

上周早些时候，美联储发布的最新会议纪要透露了部分官员可能比市场预期更早结束QE的意图，使得黄金价格连跌两周，美元指数则大幅上行，并于上周创出近6个月以来的新高81.47。

显然，金价下跌与美联储有直接关联，那么深层次原因是什么？有分析师称，全球主要央行未来的货币政策取向已发生变化。2月20日发布的英国央行2月会议纪要显示，该行行长金恩意外表态支持扩大量化宽松规模至4000亿英镑。

恒泰大通产研中心分析师关威表示，美国与英国、日本货币政策的分化趋势是2013年黄金对美元重心可能下移的关键依据，美联储无论何时结束超宽松货币政策，美元都将成为获益者，包括黄金在内的资产价格则会遭遇压力。

不过，从提议收紧货币政策到政策的最终落实需要时间，因此黄金的下跌也不会一蹴而就，尤其美国就业市场依然欠佳，类似的负面信息会导致市场不断调整货币政策预期，关威认为，期间金价会呈现出宽幅盘整走势。

大宗商品能否HOLD住

作为国际大宗商品的标价货币，美元表现长期与大宗商品价格负相关，近期表现再次验证了这一规律。在美元指数走高的同时，除黄金外，国际油价（纽约）上周累计下跌3.40%，作为经济预测领域的“铜博士”亦未能幸免，周跌5.14%。

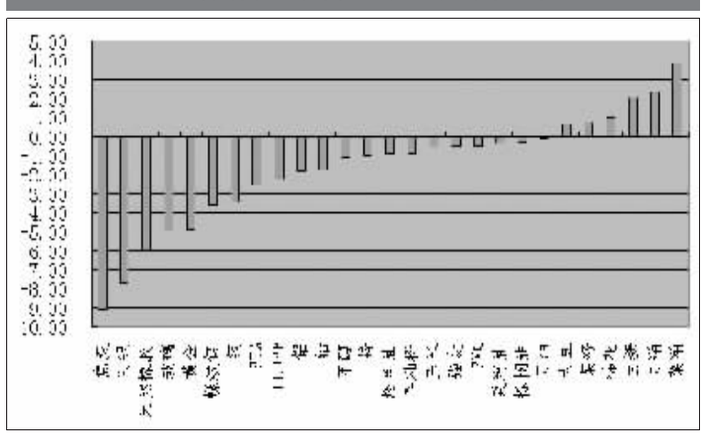
不过上海中期期货分析师方俊峰表示，尽管美联储可能提前修改QE政策以及中国对房地产打压的消息令市场忧虑升温，但全球宏观面较此前大有好转，因此铜价下跌很难形成趋势。

国内商品期货市场也受累下行，整体上金融属性较强的工业品跟随期指大幅下跌，尤其焦炭、白银和螺纹钢跌幅较大。除外围利空因素影响外，国元海勤期货研发中心总经理姜兴春认为，主要是现货消费需求不足和库存上升；期指大幅回调是因为“国五条”出台有望对房地产行业产生利空影响，进而影响银行业绩，而年前的巨大升幅也蕴含了技术性调整风险。

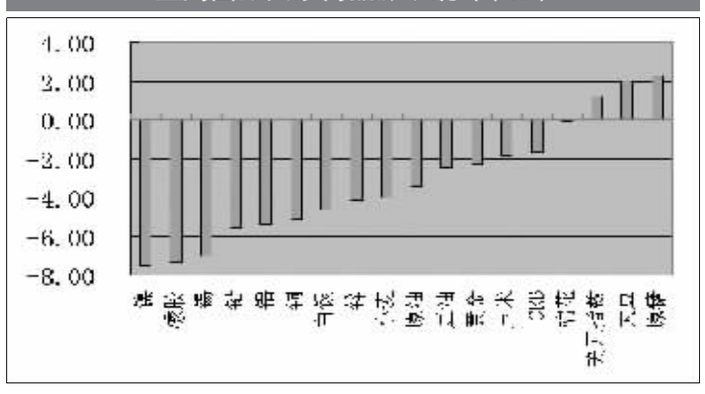
相对来看，农产品表现较强，其中豆粕、菜粕尤其突出，豆粕22日一度涨停，菜粕周涨3.84%，创上市以来新高。分析师称，农产品逆市上涨，主要是天气因素利多以及对通胀预期升温。业内人士认为，由于美元指数近期维持强势，黄金、原油、伦铜等大宗商品进一步震荡走低的可能性较大。

生意社研究员刘心田认为，由于3、4月份是不少行业的传统旺季，需求有望向好；而即将召开的两会应有利好释放，市场对此也抱有预期。当然，QE可能终止和以天胶、成品油为代表的不少产品库存仍处高位，都是行情所面临的利空。“短期内利好较利空更有力度，但不排除3、4月份出现‘倒春寒’的可能性。”

上周国内大宗商品涨跌统计（%）



上周国际大宗商品涨跌统计（%）



■ 第一线

盈利被套皆淡定

□本报记者 官平

上周黄金大跌，小李尽管被套了，但谈起自己的黄金投资经历，他却很是津津乐道。

从学校毕业到现在，这已是小李投资黄金的第九个年头，这两年，小李的账户经常翻倍增长，房子、车子也比同学买得更早，要是只靠工资收入，这些肯定是不可能的。

最早，他从买卖基金入市，到分析基金重仓股，开始接触黄金股，当过某私募的有色板块兼职调研员，总体顺着纸黄金、黄金递延、黄金期货、天通金等黄金交易品种，摸索属于自己的淘金梦。

小李说，从市面上所有涉及保证金的交易品种看，黄金是最难捉摸的，它既有避险和抗通胀的货币属性，还有自身的商品属性。

“我也是有两把刷子的。”读过MBA的小李，自认为是一个比较有专业水准的投资者了。最开始，他从与黄金价格相关的各种货币政策开始，研究欧元与黄金正相关的有效性以及美元黄金负相关性对行情的影响力度。小李说，这些都是投资黄金必做的功课。

他也研究与黄金正相关的原油，从中东局势、各产油国供应能力与供求关系，研究欧美国家的决策和倾向性政策，利比亚内战时甚至买了张中东地图深入分析地缘政治对油价的冲击。

去年11月份，金价与美元指数异常出现“同涨同跌”现象。于是，小李又重新审视自己对美元的认识，开始研究美联储的历年货币政策，近几十年推出紧缩或宽松决策的时点和实时影响，研究美国历史和历次总统选举对决策的影响，详细阅读奥巴马和伯南克的履历……

“看似独立的片段和要素，它们之间的现行关系及历史关系，都能为决策做参考。”小李严肃的表情，看上去特别认真。

和大多数投资者心理一样，小李做黄金交易与商品期货一样，当自己做对的时候就后悔当初没有重仓，而当做错的时候又后悔自己没轻仓，几番纠结下来，他现在已经养成了一个好习惯，这就是，即便在做对方向的时候要想清楚在什么地方止盈，在什么地方加仓减仓。

和一些盲目的投资者不同的是，小李不认为黄金是只涨不跌的。“中短期多空都看，找准进出机会，长期看多。”小李说，他会根据具体投资品种来分配资金，有收有放，不把鸡蛋放在一个篮子里。

正如小李所说，你的贪婪、恐惧、开心和沮丧等所有的心情都随着你的盈亏在不断的起伏，你永远会觉得自己的交易心态需要进一步磨炼，技术水平需要进一步提高，其实我们所能做的只是需要理性对待每一波行情，通过止损保护自己，用自己掌握的基本面和技术面知识做出合理预测，摸索真正适合自己的稳健交易系统才是长久之路。

小李说，被套和盈利，对一个成熟的投资者来说，都应该淡定。